

学校编码: 10384
学号: 27820121150076

分类号_____密级_____
UDC_____

廈門大學

硕士学位论文

政治关联与股价崩盘风险
——基于上海 A 股市场的实证研究

**Political Connections And Stock Price Crash Risk:
Firm-level Evidence From Chinese Shanghai Stock Market**

李 惟

指导教师: 王荔红 副教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩日期: 2015 年 5 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席:

评 阅 人:

2015 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

政治关联在学界引起了众多关注，学者们利用各个国家的企业政治关联数据、严谨的研究方法，论证了政治关联对企业价值带来的巨大影响。关于政治关联能否对公司股票价格的崩盘风险造成影响，却少有研究提及。较多的研究都是通过股票市场的表现来说明政治关联对公司价值的影响。而自从 Jin 和 Myers (2006)^[1]的研究以来，众多的研究试图利用公司层面的特质去预测股价崩盘的可能性，例如公司避税措施、会计稳健性等。

考虑到我国政府在经济活动中扮演的重要角色和强大影响，本文以 2003-2012 年上海 A 股上市公司为样本，整合了财经数据库和手工搜集的政治关联公司数据，区分国有和民营上市公司，实证检验了政治关联对我国上市公司股价崩盘风险造成的影响。同时，本文试图检验地区制度环境质量如何影响政治关联董事与股价崩盘风险之间存在的关系。

实证结果显示，政治关联董事在国有上市公司中会加剧股价崩盘风险。这与“负面消息隐藏理论 (Bad news hoarding theory)”的预期相一致；在民营上市公司中，政治关联董事比例的提高能降低公司未来股价崩盘的风险。进一步将政治关联董事划分为不同级别和类型的关联发现，在国有企业中，政治关联董事与崩盘风险之间的正向关系主要由地方政府官员在董事会任职引起；而在民营企业中的负向关系主要是通过任命全国人大代表或政协委员来实现的。最后，我们发现，较好的制度环境未能削弱国有上市公司中政治关联董事对崩盘风险的提高作用，在民营上市公司中，制度环境质量所起的调和作用比在国有上市公司中显著，但也较为有限。本文认为，不论市场化程度、制度环境质量的高低，政府在经济活动中的力量依然较大。

关键词：政治关联；崩盘风险；制度环境

Abstract

There is a growing body of literature about the implications of political connections. By employing datasets from a wide range of countries and rigorous methodologies, researchers have documented the profound influence political connections can impose on firm value. But why and how political connections can affect firm's stock price crash risk has received little attention. It is an interesting question to investigate, since motivated by the model of Jin and Myers (2006)^[1], many empirical works try to forecast stock price crash risk by investigating firm-specific internal factors, such as tax avoidance and accounting conservatism, etc.

Utilizing a sample of listed firms in Shanghai Stock Exchange (SHSE) from 2003-2012, we empirically investigate how the presence of politically-connected directors affects stock price crash risk in China, a country where government still plays an important role in the market economy and has discretionary power when distributing vital resources. We thereby make a distinction between listed state-controlled firms and private-controlled firms to examine their different incentives to appoint politically connected directors on the board. In addition, we also examine how quality of institutions interact with political-connected directors to affect stock price crash risk.

Our empirical results show that politically connected directors exacerbate stock price crash risk in listed state-controlled firms, with this effect driven by the appointment of local government officials as directors. In contrast, having politicians as directors, especially central-government-affiliated directors, helps listed private-controlled firms to reduce stock price crash risk. Finally, a better quality of institutions does not help to alleviate the positive relation between political connections and stock price crash risk in listed state-controlled firms, whereas it weakens the role of political connections in reducing crash risk in listed private-controlled firms.

Key words: Politically connected directors; Crash risk; Quality of institutions

第一章 绪论	1
1.1 研究问题和意义	1
1.2 研究内容	3
1.3 研究特色	4
第二章 制度背景	6
2.1 政治关联	6
2.1.1 国有企业中的政治关联	6
2.1.2 私有企业中的政治关联	7
2.2 地区制度环境	8
2.2.1 产权保护的执行	9
2.2.2 政府干预经济	10
2.2.3 股票市场发展程度	11
第三章 理论分析与假说推导	12
3.1 相关理论基础	12
3.1.1 政治关联的相关研究	12
3.1.2 股价崩盘风险的相关理论	13
3.2 国有企业政治关联与股价崩盘风险	15
3.3 私有企业政治关联与股价崩盘风险	16
3.4 制度环境的作用	17
第四章 研究设计	19
4.1 数据来源和样本选择	19

4.2 变量定义	20
4.2.1 股价崩盘风险	20
4.2.2 政治关联董事	21
4.2.3 制度环境质量以及控制变量	22
4.3 描述性分析	22
4.4 回归模型	26
第五章 结果及分析	28
5.1 将总的政治关联董事作为解释变量	28
5.2 进一步区分不同等级和类型的政治关联	31
5.2.1 中央和地方级别政治关联	31
5.2.2 政府官员类关联与代表委员类关联	33
5.3 制度环境的作用	35
5.4 稳健性检验	38
5.4.1 工具变量法	38
5.4.2 其他稳健性测试	41
第六章 结论与建议	43
6.1 研究结论	43
6.2 进一步的研究方向	44
参考文献	46

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Method and Meaning.....	1
1.2 Research Contents.....	3
1.3 Innovations.....	4
Chapter 2 Institution Background.....	6
2.1 Political connections.....	6
2.1.1 Listed State-controlled Firms.....	6
2.1.2 Listed Private-controlled Companies.....	7
2.2 Quality of Institutions	8
2.2.1 Law Enforcement of Property Rights.....	9
2.2.2 Government Intervention in Business.....	10
2.2.3 Stock Market development.....	11
Chapter 3 Development of Hypotheses	12
3.1 Related Literature.....	12
3.1.1 Political Connections.....	12
3.1.2 Stock Price Crash Risk.....	13
3.2 Crash Risk in Listed State-controlled Firms.....	15
3.3 Crash Risk in Listed Private-controlled Firms.....	16
3.4 Role of Institutions	17
Chapter 4 Research Design.....	19
4.1 Data and Sample Selection.....	19
4.2 Variables.....	20

4.2.1 Variables of Stock Price Crash Risk.....	20
4.2.2 Variables of Political Connections.....	21
4.2.3 Institution Variables and Control Variables.....	22
4.3 Descriptive Analysis.....	22
4.4 Research Model.....	26
Chapter 5 Empirical Results.....	28
5.1 Politically connected directors.....	28
5.2 Further classification of politically connected directors....	31
5.2.1 Central versus local politically connected directors.....	31
5.2.2 ‘Government official’ versus ‘Member’ directors.....	33
5.3 Role of the quality of institutions.....	35
5.4 Robustness checks.....	38
5.4.1 Instrumental Variable Approach.....	38
5.4.2 Additional tests.....	41
Chapter 6 Summary.....	43
6.1 Conclusion.....	43
6.2 Future Research Directions.....	44
Reference	46

第一章 绪论

1.1 研究问题和意义

自 Faccio (2006)^[2] 的开创性研究发现企业政治关联在各个国家广泛存在以来,其已经引起了世界范围内学者的注意。众多国内外学者的研究发现,政治关联给企业带来的优势和利益,不仅在腐败较为频发、法治欠完善的发展中国家非常重要,甚至在法治完善、政府清廉的发达国家(例如冰岛、美国)都是显著的(Faccio 等人, 2006; Amore 和 Bennedsen, 2013; Goldman 等人, 2009)^{[3][4][5]}。企业政治关联也能从各个渠道提升关联公司的业绩表现,比如来自政府方面的优先待遇,包括银行贷款(Khwaja 和 Mian, 2005)^[6],市场准入(Francis 等人, 2009)^[7],税收优惠(Wu 等人, 2012)^[8],等。

数量有限的研究表明,企业政治关联也可能给关联公司或投资者带来不利的影响。唐松、胡威和孙铮(2011)^[9]基于中国 A 股市场的研究证实,企业政治关联会降低股票价格信息含量,进而提高股价同步性,他们认为,上述好处的获得,通常是企业凭借关系,通过一些非正式或灰色的渠道获得的,因此具有非公开性,导致企业披露质量和动机下降,投资者在进行分析时更多参考市场信息而非公司特质信息。Chaney 等人(2011)^[10]基于多个国家的研究结果显示,企业政治关联将会降低其信息披露质量,并且较低的信息质量不会提高关联公司的债务成本。他们将原因归结于关联公司不必响应市场的压力(如高资本成本)去将资源花费于披露高质量的会计信息。

根据 Jin 和 Myers (2006)^[1] 以及 Hutton 等人 (2009)^[11] 的研究,信息不透明的公司其股价崩盘的可能性更高,这是由于不透明的信息环境给予公司管理层进行盈余管理来掩盖负面消息的动机和可能性,从而加剧代理人冲突问题。然而一旦负面消息积累到临界点之后,突然的披露会引发股价崩盘。既然根据以前的研究,政治关联可能降低企业的信息透明度,是否也会方便企业去隐藏负面消息、进而提高股价崩盘风险呢?这是本文关心的问题。

值得注意的是,中国的资本市场提供了研究政治关联与股价崩盘风险的特殊环境。首先,企业政治关联在我国是较为普遍的,企业亦孜孜以求建立政商关系,

以期获得来自政府方面的优待，例如税收优惠，银行信贷，行业准入和管制放松等。在民营企业中，任命退休的政府官员或委员为独立董事也是较为普遍的情况。这是因为一些重要资源的分配依赖行政力量往往比依赖市场力量更多，民营企业虽然已成为国民经济的支柱，建立并一直完善公司治理结构，但此种行政力量对资源分配的决定和干预不会轻易消除。其次，国有企业和私有企业的同时存在允许我们去检验不同的所有权性质是否会影响政治关联同股价崩盘风险之间的关系。与国有企业不同，私有企业积极寻求政治关系是为了获得可能的利益保护(Li 等人, 2008; Francis 等人, 2009; 杜兴强、郭剑花和雷宇, 2009)^{[7][12][13]}。通过任命退休或者现任的官员和委员为公司董事，私有企业能在和其他企业的竞争中获得一定优势，这种优势在制度环境较差的地区可能更为突出，因为政府官员可以更加任意地分配资源而不受约束。中国的国有企业是天然依附于政府的，因此不必去追求建立政治关联来获得优先待遇。反而随着公司治理由行政型治理向现代公司治理结构转变，国有企业更需要自主经营，为了提高经营效率，正逐渐减轻行政干预，提高公司治理水平。因此，我们认为，政治关联在国有企业和民营企业中对股价崩盘的风险可能不一样。

以上海 A 股 2003 至 2012 年所有上市公司为样本，我们实证检验了公司的政治关联董事比例与公司股价崩盘风险之间的关系。本文将尝试回答以下三个问题：（1）政治关联是提高还是降低了公司的股价崩盘风险？（2）两者之间的关系是否由公司的所有权性质（国有或私有）决定？（3）地区制度环境质量是否会影响两者之间的关系？本文的研究动机来源于上述政治关联对公司产生的巨大影响，以及学术界预测资本市场极端情况的努力。

随着政府日益强调市场在资源配置中的决定性作用，以及反腐败的深入进行，研究政治关联如何影响股价崩盘风险能深入了解政府干预对经济影响。政治关系及政府干预，由于其任意和不确定性，在给民营企业带来利益时，也会加剧企业经营的不确定性，提高交易成本，阻碍市场经济的深入发展。同时，也有利于深刻认识政治关联对企业或者投资者带来的不利后果，避免极端情况带来的损失。最后，我们的研究结果也有利于厘清以往对政治关系争议性的观点。例如，Francis 等人（2009）^[7]，Wu 等人（2012）^[8]，Li 等人（2008）^[12]研究得出，政治关系能提升企业表现，增加公司价值；而 Shleifer 和 Vishny（1994）^[14]，Fan

等人 (2007)^[15], 和 Huyghebaert 和 Wang (2012)^[16]发现, 政治关系和公司业绩存在负向的关系。通过探索政治关联董事在国有和私有企业之间的经济影响, 本文可以丰富政治关系究竟是“帮助之手”或“掠夺之手”的研究。

1.2 研究内容

本文首先对以前有关政治关联以及股价崩盘风险的研究进行了回顾, 重点分析了政治关系可能对公司信息透明度产生的影响; 然后基于现有研究进行理论推导, 提出了本文的假说; 最后以我国 2003-2012 年上海 A 股上市公司为样本, 整合财经数据库和手工收集的政治关联董事数据库, 通过多元回归分析的实证研究方法对研究假说进行了检验。具体地, 本文包括以下几个章节:

第一章是绪论。这一章阐述了政治关系对企业经营的影响, 回顾了以前的研究成果, 针对本文的研究问题及意义、研究内容与方法等进行了概述。

第二章是制度背景。介绍了政治关系分别在国有企业和私人控股企业中的角色、作用; 从产权保护的执行、政府干预经济程度和股票市场发展程度三个方面介绍了我国的地区制度环境。通过介绍相关背景, 为本文后面的实证分析做铺垫。

第三章是理论分析与假说推导。首先总结了以往国内外关于政治关联价值和影响的众多研究, 接着回顾了关于股价崩盘理论的理论 and 实证研究。最后分别就国有上市公司和民营上市公司提出了研究假说。

第四章是研究设计。本章利用多元回归模型分别检验了政治关系如何影响企业股价崩盘风险, 以及制度环境质量在两者关系中扮演何种角色。根据以往的研究, 将政治关系分为不同的类型和级别来检验它们对企业股价崩盘风险的不同影响。数据搜集方面, 企业财经数据库主要来源于 CSMAR 数据库, 宏观经济数据和制度环境质量数据分别来源于国家统计局年鉴和樊纲、王小鲁 (2011), 董事政治关联数据通过公司年报手工搜集。

第五章是研究结果分析和稳健性检验。这一章报告了政治关系以及不同类别和级别的政治关系是如何影响股价崩盘风险的, 以及制度环境质量扮演的角色。通过尝试政治关联和股价崩盘风险的不同衡量方式、考虑可能的遗漏变量偏误和模型的设定, 我们发现研究结果具有稳健性。

第六章是结语。阐述了文章的贡献、局限以及未来可能的研究方向。

1.3 研究特色

首先，据我们所知，本文是第一篇探讨政治关联与股价崩盘风险之间可能存在的关系的论文，并且。以往关于政治关联的研究多集中于探讨政治关联能否给公司带来相应的便利和优势，以及究竟政治关联对公司治理是起帮助还是干预的作用，鲜有文献进一步探索政治关联对公司的影响是如何传导到股价市场、进而影响股价波动特征的，而本文试图填补这一空白；同时，本文也关注了政治关联对资本市场和投资者可能带来的不利影响。政治关联往往和寻租等活动结合在一起，虽然能为关联公司带来相应的好处，但其不确定性也会提升经营的风险。此外，政治关联会妨碍市场经济的公平竞争，因为资源和好处的分配往往不是依据市场原则而是政治关系。

其次，我们采用公司董事在政府部门的任职情况去衡量公司层面的政治关联。以前的研究常常采用 CEO 等企业高管是否具有政治关联这一标准去判断某个企业是否为关联企业，例如 Faccio (2006)^[2]；杜兴强、郭剑花和雷宇 (2011)^[13]等。这种公司高级管理人员特征衡量法常常采用虚拟变量，具体而言，若公司至少一位高管（曾经）在政府部门（议会、政党等）任职，则对变量取值为 1，反之为 0。但研究董事会成员的政治关联也同样有经济意义。因为关乎公司战略和发展的重大决策必须经由董事会的表决（Su 等，2008；Pugliese 等人，2009）^{[17][18]}。从另一个方面讲，官员退休之后继续去上市公司任职董事会成员来“发挥余热”或进行“权力期权”交易现象在我国较为普遍。根据同花顺 iFund 不完全统计，截止到 2014 年 4 月 21 日，在我国市值排名在前 100 的上市公司中，共有 41 位政府退休官员任职独立董事^①。另据新华网，在 2012 年，根据公司年报资料显示，上市公司独立董事中总共有 642 个职位由各级政府官员担任，占总职位数的 8.45%^②。因此，我们认为探索董事政治关联对公司的影响是有代表性的。

最后，本文试图从公司层面的因素去预测股票价格的崩盘风险，有助于保护投资者的利益和促进资本市场的健康发展。因为股价崩盘能显著降低投资者投资

^① 参见 http://finance.ifeng.com/a/20140424/12187454_1.shtml。

^② 参见 http://finance.ifeng.com/a/20140424/12187454_2.shtml。

组合的收益情况，故投资者对股价崩盘的风险保持非常关注的态度。此外，Sunder (2010)^[19]主张说，股价崩盘这种极端损失并不能通过分散投资而减轻，只能通过事先系统性地筛选（screening）。因此，本文的结果可以为投资者在构建投资组合时提供一个简便的潜在筛选机制。股价崩盘风险常常是由信息不透明以及隐藏负面消息的行为相关联。本文的结果为市场监管者在考虑提高股票市场信息透明度、保护投资者利益时提供了明确的依据。

第二章 制度背景

2.1 政治关联

政治关联在我国较为普遍。在本文样本中，16%的董事都是政治关联董事，这些董事可以是退休的政府官员，或者全国人民代表大会（CPC）代表或政治协商会议（CPPCC）委员。详细地，全国人民代表大会是全国性的立法机构，也是世界上最大的议会。根据宪法，它的主要职责是立法以及监督政府的运作，理论上，它是国家的最高权力机关。全国人民政治协商会议发挥参政议政的作用，由各个党派和机构的成员组成。因此，人大代表、政协委员的政治关联同政府官员性质是不一样的，在后续的研究中，我们也会分别进行检验。我国在封建社会时期是一个比较讲究“人治”和“关系”的社会，虽然我国目前正式的法律制度日趋完善，在依法治国的道路上越走越好，但社会关系对企业或私人在一些重要时刻仍然举足轻重。这也是很多发达国家也无法完全避免的问题。为了跨越制度上的不利条件和障碍，民营企业原意花费高昂的成本去建立并且维护政治关系。这种非正式的制度或安排，在一定程度上也解释了为什么在缺乏完善的法律和金融制度支撑的情况下，民营企业还能迅速发展现象(Allen 等人，2005)²⁰。

2.1.1 国有企业中的政治关联

目前，中国的上海 A 股股票市场绝大部分是通过私有化上市的国有企业。自 1990 年代起，很多盈利或亏损的国有企业通过“公司化”引入资本市场。我国政府采取了“抓大放小”的策略：私有化规模较小的企业，对那些规模较大并且具有战略重要性的企业保持控制。即便公司上市之后，政府也通过各种方式保留了很大一部分股权(Huyghebaert 和 Quan, 2011)^[21]。虽然这一政策的目的是建立现代的公司治理制度、提高国有企业的经营效率，在实际中，董事会成员通常是由所在地区的国资委直接任命，导致董事会常常由内部人员把控，例如高级经理以及大股东代表等。在国有企业中，超过一半的董事都是由政府任命的(Bai 等人，2004)^[22]，这些董事中有很多是退休的政府官员。在履行受托的职责时，他

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库